



TITLE:

M&Aによる企業価値の創造と経営者および組織のコンピテンシー( Abstract\_要旨 )

AUTHOR(S):

佐藤, 克宏

---

CITATION:

佐藤, 克宏. M&Aによる企業価値の創造と経営者および組織のコンピテンシー. 京都大学, 2020, 博士(経営科学)

ISSUE DATE:

2020-03-23

URL:

<https://doi.org/10.14989/doctor.k22620>

RIGHT:

学位規則第9条第2項により要約公開

(続紙 1 )

京都大学	博士（経営科学）	氏名	佐藤克宏
論文題目	M&Aによる企業価値の創造と経営者および組織のコンピテンシー		
<p>（論文内容の要旨）</p> <p>本論文は、日本企業のM&amp;Aが企業価値の創造に寄与しているかどうかを定量的に検証し、価値創造に成功している企業のM&amp;A活用における経営者（経営トップ）と組織のコンピテンシーの特徴について分析をしたものである。以下、論文の内容について要約する。</p> <p>第1章では、日本企業においてM&amp;Aが経営戦略の手段として定着した背景を説明し、本論文の問題意識と内容の要約、論文の構成、および既存研究との差異について述べている。従来の研究が、売上高利益率や資本利益率、株価の動向を用いてM&amp;Aの効果を検証してきたのに対して、本論文では営業利益から資本コストを引いた経済的価値創造（Economic Value Creation, EVC）を被説明変数とした分析を行っている。また、定量分析の結果から、M&amp;Aが価値創造に貢献している企業とそうでない企業をとりあげ、M&amp;Aに関する経営者と組織のコンピテンシーに踏み込んだ分析を行っていることも本論文の特徴といえる。</p> <p>第2章では、日本企業のM&amp;Aと企業価値創造に関する定量的な研究が行われている。サンプル企業は、本研究を開始した2016年度末時点において東京証券取引所に上場していた企業のうち、現行の連結会計基準が施行された1999年度以降の財務データと株価データを連続的に取得できる1,573社である。サンプル企業について上で述べたEVCを算出し、東証業種分類に基づく業界平均値を控除した業界平均調整後のEVCについて、M&amp;Aの件数等を説明変数としたパネルデータ分析を行った。その結果、企業間のクロスセクション分析においてM&amp;Aは価値創造にはつながらないが、同一企業の時系列分析においてM&amp;A件数が価値創造に結びついていることが明らかになった。また、各年度における業界平均調整後EVC金額を順位づけ、サンプル期間にわたって累積した総合的な順位の分析も行った。ここでは、EVCの創造において最も高い分位に含まれる企業は、その他の企業の2倍以上のM&amp;Aを経験していることも示されている。単発のM&amp;Aは価値創造に結びつかないが、M&amp;Aを繰り返すことで企業価値が高まる可能性がある。</p> <p>第2章の結果から、M&amp;Aによる価値創造には、経験や学習が関係しているのではないかとという仮説が導かれる。第3章では、EVCが高い日本電産の公開情報を用いて、経験学習のモデルである「具体的経験→内省的観察→抽象的概念化→能動の実験」サイクルの事例が示されている。また、経営者が日常的にM&amp;Aに関心をもつというアテンション理論（Attention-based view 理論）についても、価値創造の上位企業と下位企業間で比較分析が行われている。具体的には、新聞や経済誌に掲載された経営者のインタビュー記事のテキスト分析を行い、M&amp;Aに関する用語の数や頻度が調査されている。その結果として、EVCの第一分位に含まれる企業の経営者は、第十分位（EVCが最も低い企業群）にある企業と比較して、M&amp;Aに関するアテンションが高い傾向にあることが示されている。</p> <p>第4章では、M&amp;Aによる価値創造を行っている企業の組織学習について、EVA経営で有名な花王の事例研究が行われている。公開情報を用いた事例研究では「明確化（articulation）</p>			

→ 成文化 (codification) → 共有化 (sharing) → 定着化 (internalization) 」というプロセスによる組織学習が、M&Aに関する組織能力を構築していると考えられる。

第5章では、本論文の結論と今後の課題が述べられている。

(論文審査の結果の要旨)

本論文は、日本企業の経営戦略の手段として定着したM&Aに焦点を当て、M&Aと企業価値向上や価値創造の関係について定量的分析、テキスト分析、事例分析を行ったものである。本論文の第2章は、著者が査読付雑誌に採用された学術論文をベースにしている。また、第3章と第4章は、著者が学会報告（査読付プロシーディングス）をした研究を発展させたものである。日本企業のM&Aと財務指標や株価指標の関係を分析した先行研究と比較して、本論文には次のような貢献がある。

第一に、被説明変数として経済的価値創造の指標（Economic Value Creation : EVC）を算出して、M&Aが企業価値に与える影響を分析したことである。既存の研究では、被説明変数として短期的な株式収益率や中期的な利益率を用いて、M&Aの効果を分析している。しかしながら、短期的な株式収益率では、長期的な企業価値を分析するには不十分である。また、利益率は価値創造と関係があるとはいえ、ベンチマークである資本コストを考慮していない点で価値創造の指標としては問題がある。ファイナンスの理論や実務においては、経済的価値が価値指標として好ましいとされている。近年のコーポレートガバナンス改革においても、投資家の期待である資本コストを上回る成果をあげることが価値創造であることが示されている。このように、価値創造を分析するためには、資本コストを考慮した指標を用いるのが適切といえる。本論文で著者が用いたEVCは、資本コストを用いているという点で、企業価値の創造の分析に適した指標である。

第二に、価値創造指標EVCを用いたパネル分析の結果、M&Aは短期的な価値創造には寄与しないが、その件数（経験）が増加するにつれ企業の価値創造に貢献する可能性を示したことである。前者は、M&Aをした企業（買手企業）の株価収益率がネガティブであったり、当該年度の利益率が改善されなかったりという既存研究と整合的な結果である。後者の長期的な影響については、個別事例として雑誌や新聞で紹介されることはあったが、大量のデータを用いて定量的に示されたことはない。本研究のサンプル期間は、日本企業がM&Aに注目をし始め、M&A件数が増加し、経営に定着した期間である。この期間において、繰り返してM&Aを行った企業は、長期的な観点から経済的な価値が蓄積されたといえる。適切な価値指標を用いて、M&Aの効果を明らかにしたことは、本論文の貢献であると評価できる。

第三に、M&Aが長期的な価値創造に貢献するメカニズムの一端を明らかにしたことである。著者は、実証研究の結果と先行研究や実務経験から、M&Aと企業価値の向上には、経営者の関心（アテンション）や経営者と企業組織の経験と学習が関係しているのではないかという仮説をたてる。仮説を検証するため、M&Aを多用して価値を創造した企業サンプルとそうでない企業サンプルから数社ずつを取り出し、テキスト分析によって、経営者のM&Aに対する関心の程度を比較分析した。その結果、価値創造企業の経営者は、M&Aに対する関心が高いことを示す結果が得られている。また、事例分析を用いて、「具体的経験→内省的観察→抽象的概念化→能動的実験」というサイクルや「明確化（articulation）→成文化（codification）→共有化（sharing）→定着化（internalization）」というプ

プロセスによる経営者の経験学習や組織学習が組織能力を高め、長期的な価値創造を実現する要因になっている可能性を指摘している。この点も本論文の貢献であると評価できる。

しかしながら、本論文にも問題がないわけではない。例えば、本論文が用いている資本コストの算出では、各年度の投下資本（簿価）がベースになっており、市場価値ベースの資本コストになっていないという懸念がある。また、負債コストや負債比率の算出においては、短期的な負債と長期的な負債が混在し、必ずしも長期的な観点からの資本コストをとらえていない可能性もある。また、本論文が対象としているのは、上場企業のみであり、M&Aと価値創造の関係やそのメカニズムが日本企業の大多数を占める非上場の中小企業に当てはまるかどうかは明らかではない。経営者のアテンションや組織学習の研究では、一部企業の公表データのみに依存しており、説得性に欠けるという問題が残る。

ただし、これらの諸問題は、著者が今後の研究において取り組むべき課題であり、博士論文としての評価を著しく低下させるものではない。よって、本論文は博士（経営科学）の学位論文として価値あるものと認める。また、令和2年1月25日、3名の審査委員が論文内容とそれに関連した事項について試問を行った結果、本論文を合格と認めた。